

学校编码: 10384
学 号: 9811008

类号_____密级_____
UDC_____

学 位 论 文

我国上市公司并购绩效实证研究

顾 慧 慧

指 导 教 师: 蔡 淑 娥 教 授
申请学位级别: 硕 士
专 业 名 称: 会 计 学
论文提交日期: 2001 年 5 月
论文答辩日期: 2001 年 6 月
学位授予单位: 厦 门 大 学
学位授予日期: 2001 年 月

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2001 年 5 月

厦门大学博硕士论文摘要库

内容提要

自我国证券市场诞生以来，上市公司并购就一直伴随其发展。党的“十五大”关于“以资本为纽带通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团”的论述，为我国证券市场的发展提供了新的机遇，同时又促使我国新一轮的并购热潮喷薄而出。上市公司作为各行业、各地区优秀企业的代表，在我国现阶段的并购改革中扮演着重要角色。这不仅是现阶段深化国有企业改革的客观要求，而且是我国证券市场发展的必然结果。从深化国有企业改革来看，需要通过上市公司并购解决企业规模不经济、产业结构不合理和企业负债过重等问题来促进资产存量在不同经济实体之间的优化组合；从我国证券市场发展来看，我国证券市场在初具规模后如何利用上市公司并购来发挥证券市场优化资源配置的功能，则是我国证券市场深层次功能开发的重要方面。结合我国经济改革的实际来丰富上市公司并购理论和完善上市公司并购政策，将有助于促进上市公司并购在新一轮经济周期中发挥更大的作用，也有助于我国证券市场的进一步发展和我国经济结构的有效调整。

在我国，对上市公司并购这一现象的研究还不够透彻，缺乏深入系统的实证研究。本文针对已有实证研究中存在的问题，对上市公司并购绩效进行实证研究，以期对其作出客观的评价，并从中发现问题，找出规律，探索并购成功的模式，为证券市场管理机构更好地规范并购行为提供建议，真正使并购成为资源优化配置的重要渠道。

本文共分三章：

第一章：概述。包括问题的提出、并购的内涵、我国上市公司并购的方式以及国内外上市公司并购绩效相关实证研究文献综

述。

第二章：上市公司并购的市场反应实证研究。选用 1996 年至 2000 年沪深两市所有并购公告事件为样本，采用事件研究法检验证券市场对于并购事件的反应。

第三章：上市公司并购的经营业绩实证研究。选用 1996 年至 2000 年沪深两市所有发生并购的公司为样本，采用主成分综合评价法，检验我国上市公司并购前后经营业绩的变化。

通过研究我们发现，市场从总体上对上市公司并购事件作出了积极反应，对并购行为有一定程度的认同，发生并购的上市公司的经营业绩也有一定程度的提高。而且，投资者对经营业绩得到改善的并购的认同度较高，对并购作出较为理性的反应。同时，我国证券市场仍然存在严重的内幕交易行为，监管当局应该强化信息披露的及时性和完整性，杜绝市场操纵和内幕交易的发生。

本文的创新之处包括：

第一，以涉及公司控制权转移的上市公司并购公告事件为研究对象，对并购这一主要的资产重组形式进行深入系统的实证研究。

第二，检验并购公告事件对市场的影响时，对不同事件期长度进行一一计算，以确定合适的事件期间。

第三，分别采用严格的统计检验和直观的曲线图来考察并购公告的市场反应。

第四，选用了反映上市公司经营业绩各个方面的多个财务指标，运用主成分综合评价方法对上市公司并购前后的经营业绩变化进行客观评判。

关键字：上市公司 并购 市场反应 经营业绩 实证研究

目 录

第一章 概述	1
一、问题的提出	1
二、并购的内涵	3
三、我国上市公司并购的方式	6
四、上市公司并购绩效的实证研究文献综述	9
第二章 上市公司并购的市场反应实证研究	14
一、数据来源	14
二、样本选择	14
三、研究方法	16
四、实证结果	21
第三章 上市公司并购的经营业绩实证研究	34
一、财务指标的选择	34
二、样本选择	37
三、研究方法	39
四、实证结果	42
五、本文的主要结论和局限性	45
附表一	47
附表二	48
参考文献	49
后 记	52

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 概述

一、问题的提出

社会经济发展是产业结构、企业结构和产品结构不断发展和变动的过程。在今天，无论是国外还是国内，产权变动和产权交易都十分活跃。从企业产权变动来说，其形式是多种多样的，如兼并、收购等聚变型产权变动；剥离、出售、分立等裂变型产权变动；交换发盘、股票回购等股东结构变动型产权变动，这种变动亦可称之为内变型产权变动。兼并与收购作为聚变型企业产权变动的一种形式，由来已久。美国著名经济学家施蒂格勒说过：“几乎没有一家美国的大公司，不是通过某种方式、某种程度的并购成长起来的。”^①

我国证券市场的发展虽刚起步，但已具备了较强的“资本运营”理念，在这种理念的指导下，我国上市公司并购案例的数量以惊人的速度发展，并涌现出不少成功的并购案例。据统计，1996 年我国证券市场上发生了 40 起并购案例，无论从并购案例所发生的数量和频率还是从其本身所具有的积极意义上看，1996 年都远远超过了以往任何一年。如果说 1996 年我国上市公司并购活动还只是烽火刚刚燃起的话，那么，1997 年和 1998 年我国经济工作的指导方针、国有企业改革的政策取向，特别是党的十五大的召开，都为我国上市公司并购热的再度兴起提供了有利的条件和基础。据统计，1997 年和 1998 年我国证券市场上分别发生了 130 起和 233 起并购案例，我国上市公司并购高潮由此可见一斑。1997、1998

^① 孙耀唯，《企业并购谋略》，中华工商联合出版社，1997 年 1 月。

年再度兴起的上市公司并购热潮在 1999、2000 年继续显现出方兴未艾的特点，无论在广度还是深度上，都达到了一个新的水平。据统计，1999 年和 2000 年我国证券市场上分别发生了 286 起和 310 起并购案例。可以肯定，我国上市公司并购将仍然是 2001 年中国股市的热门话题和热点题材。

上市公司作为各行业、各地区优秀企业的代表，在我国现阶段的并购改革中扮演着重要角色，这不仅是现阶段深化国有企业改革的客观要求，而且是我国证券市场发展的必然结果。从深化国有企业改革来看，需要通过上市公司并购解决企业规模不经济、产业结构不合理和企业负债过重等问题来促进资产存量在不同经济实体之间的优化组合；从我国证券市场发展来看，我国证券市场在初具规模后如何利用上市公司并购来发挥证券市场优化资源配置的功能，则是我国证券市场深层次功能开发的重要方面。结合我国经济改革的实际来丰富上市公司并购理论和完善上市公司并购政策，将有助于促进上市公司并购在新一轮经济周期中发挥更大的作用，也有助于我国证券市场的进一步发展和我国经济结构的有效调整。

近几年来，我国沪深两市上市公司虽然发生着大量的并购活动，但公司并购活动的绩效如何却并不特别清楚，争论颇多。在社会资源配置效率方面争论的焦点之一是：在众多的上市公司并购案例中，股价是否显著地受到影响？有关的信息知情人是否利用了内幕信息进行证券交易？证券市场监管者对这类活动应当如何监管？在微观效率方面争论的焦点之一是：大量且频繁发生的上市公司并购活动，是否真的提高了有关公司的股票投资效率和真实经济效益？

公司并购在国外历史悠久而又频繁发生，并得到经济学家的关注，有很多的文献分析了这一现象。但是在我国，随着证券市场的建立而摆到我们面前的上市公司并购活动历史尚短，相应地，对这一现象的研究也就不够透彻。上面提到的种种问题，都需要从理论上和经验上对其作出解释，并就有关的监管政策提出对策建议。本文将从这一意义上对我国上市公司并购活动的绩效进行实证研究，以期对其作出客观的评价，并从中发现问题，找出规律，探索并购成功的模式，为证券市场管理机构更好地规范并购行为提供建议，真正使并购成为资源优化配置的重要渠道。

二、并购的内涵

国际上，“并购”通常被称为“M&A”，即英文 Merger & Acquisition 的缩写。

（一）兼并

兼并（Merger），有吞并、吸收、合并之意。《大不列颠百科全书》对 Merger 一词的解释是：“指两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。”学术界对兼并的解释通常有两个层次的含义，一是狭义的，另一是广义的。从狭义上讲，兼并是指在市场机制作用下，企业通过产权交易获得其他企业的产权，使这些企业丧失法人资格，并获得其控制权的经济行为。从广义上讲，兼并是指在市场机制作用下，企业通过产权交易获得其他企业的产权，并企图获得其控制权的经济行为。^① 它相当于企业合并的概念，包括吸收合并、新设合并和控股合并三种形式：吸收合并是指两个或两个

^①于春晖、刘祥生，《企业并购理论与实务》，立信会计出版社，1999年8月。

以上的企业经过一定程度的联合、合并后，其中一个保持其原有法人地位，继续存在，而其他企业不保留法人地位，宣布解散。新设合并是指两个或两个以上的企业经过协商后，都放弃原有的法人地位，宣布解散，然后联合组成一个具有新的法人地位的新企业。控股合并是指企业通过产权交易获得其他企业的控制权，双方都保留原有的法人地位。

由此我们可以看出，狭义兼并和广义兼并的共同点在于：

1. 兼并是一种在市场机制作用下具有独立法人资格的企业的经济行为，是企业对市场竞争的一种反应，它是一种市场行为，而不是政府行为；

2. 兼并是一种产权交易活动，它是一种有偿的交换，而不是无偿的调拨；

3. 交易的方式可以通过购买资产，也可以通过购买股票进行，支付手段可以是现金，也可以是股票、债券或其他形式的回报。

狭义兼并和广义兼并的主要差别在于：狭义兼并的结果是被兼并企业丧失法人资格，主兼并企业的法人地位继续存在；广义兼并的结果是被兼并企业的法人地位可能继续存在，它只是被控股而已，而主兼并企业的法人地位也不一定不丧失，可能是兼并双方合并为一个新设公司，其原来企业的法人地位均丧失。也就是说，狭义兼并相当于吸收合并，而广义兼并除了包括吸收合并之外，还包括新设合并和控股合并。

（二）收购

收购（Acquisition），是指一家公司在证券市场上用现金、债券或股票购买另一家公司（目标公司）的股票或资产，以获得对

该公司的控制权，目标公司的法人实体地位并不因此而消失。^① 根据收购对象的不同，收购分为股权收购和资产收购。股权收购是指收购方购买目标公司股份的一种交易行为，一般情况下，通过收购目标公司已发行在外的股份，或认购目标公司所发行的新股两种方式进行。资产收购是指收购方购买目标公司部分或全部资产的一种交易行为，它仅仅是一般的资产买卖行为。

综上所述，兼并与收购虽然是两种不同的产权交易行为，但从其概念来看，收购和广义的兼并具有相同的含义，收购可以看成是广义兼并行为的一种，它们有着共同的特征：

1. 兼并与收购都是由资本追求增值的本质所决定，以产权交易为基本特征，是企业产权的整合行为；
2. 兼并与收购都以企业控制权转移为基本标志，其实质是控制，而不是法律主体的解散；
3. 兼并与收购的结果都不同程度地体现了资本的集中和资源的重新配置。

因此，学术界和实务界都习惯于将兼并与收购合在一起使用，称之为“并购”，泛指在市场机制作用下，企业为了获得其他企业的控制权而进行的产权交易活动。通常，我们把主兼并或主收购公司称为并购公司、进攻公司、出价公司、标购公司或接管公司等；把被兼并或被收购公司称为被并购公司、目标公司、标的公司或被接管公司等。

企业并购在不同的经济体制、不同的国家有着不同的表现，并购主体的经济性质、组织形式不同，其并购行为也呈不同表现。虽然我国的“兼并”概念伴随着 80 年代企业兼并活动的出现已逐

^① 邵建云，《上市公司资产重组实务》，中国发展出版社，2000 年 1 月。

步流行开来，但由于种种原因，我国早期的企业兼并活动并不是如前所述的严格意义上的企业并购，或者说，我国早期的企业兼并和产权转让实践已经偏离了国际惯例的概念。^①至于企业“并购”概念，严格来讲，是伴随着我国上市公司股权收购现象的出现而逐步流行开来的。为了对我国当前企业并购行为有一个较好的了解，在此将我国企业分为两类，一类是上市公司，另一类是非上市公司。根据我国《公司法》第 51 条，上市公司是指所发行的股票经国务院或者国务院授权证券管理部门批准在证券交易所上市交易的股份有限公司。本文着重对我国上市公司并购绩效进行实证分析研究。

另外值得一提的是，并购是市场经济条件下的一种正常的普遍的企业行为和市场行为，但由于我国尚处于市场经济发育的初级阶段，企业并购行为尚不成熟和规范，部分企业并购表现为政府行为。也就是说，我国企业并购除上述的企业兼并、企业收购外，还存在另一种产权重组行为，即企业划转，它是指政府（目标公司的所有者）通过行政手段改变企业产权在不同部门、不同地方和不同企业之间的所有者关系，采取无偿形式进行国有经济内部产权重组的行为。它是我国产权重组的特有形式，也是本文对并购的特殊规定。

三、我国上市公司并购的方式

鉴于本文第二章和第三章将按并购的不同方式对我国上市公司并购绩效进行研究，在此首先对各并购方式进行简单介绍。我国上市公司并购按照并购的方式可分为整体并购、投资控股并购、

^① 邵建云，“关于中国企业兼并市场的兴起与发展”，《管理世界》，1997 年第 4 期。

股权有偿转让、资产置换并购和股权无偿划转等。^①

（一）整体并购

上市公司的整体并购是指并购公司以目标公司的资产作为参考基础确定并购价格，受让目标公司全部产权的并购行为。一般来说，由于实施整体并购后，并购公司拥有目标公司的全部产权，因此，并购公司一般都会对目标公司实施重大的结构调整。和其他几种并购方式不同，整体并购是以资产而不是以股权为基础确定并购价格的。根据受让价格与资产负债的关系，整体并购又主要分为总资产并购和负债并购两种形式。总资产并购，又称净资产负债并购，是指并购公司以目标公司总资产为目标价格受让目标公司全部产权的并购行为。负债并购是指并购公司以承担目标公司债务为条件受让目标公司全部产权的并购行为。

（二）投资控股并购

上市公司的投资控股并购是指并购公司通过投资目标公司达到控股的并购行为。和一般的投资获利不同，投资控股并购中的投资是以控股为目的，目标公司以净资产折合为股权，而并购公司则需进行投资作为股权基础。并购后目标公司将被改造成并购公司的绝对或相对控股子公司。从技术角度讲，整体并购中目标企业的资产无太大变化，而投资控股并购一般是在目标企业的权益中追加一部分新的权益，从而导致资产上的变化。

（三）股权有偿转让

上市公司的股权有偿转让又分为股权有偿协议转让和二级市场并购。上市公司的股权有偿协议转让是指并购公司根据股权协

^① 曹凤岐，《如何进行企业重组与并购》，北京大学出版社，1999年5月。

议价格受让目标公司全部或部分股权，从而获得目标公司控制权的并购行为。股权有偿协议转让一般是善意并购，即在并购前事先征得目标公司的同意，双方就并购价格、支付方式、双方的法律地位、富余职工的安排等内容协商一致并签订协议。上市公司的二级市场并购是指并购公司通过二级市场收购目标公司的股权从而获得目标公司控制权的并购行为。目前我国，无论从操作实践还是政策导向上，二级市场并购均不是上市公司并购的主流。

（四）资产置换并购

上市公司的资产置换并购是指并购公司用一定价值的资产，并购等值优质资产从而获得目标公司控制权的产权交易行为。它实质上是上市公司对外并购和资产剥离的组合，只是中间省去了货币环节，是上市公司并购其他资产的一种特殊形式。因此，资产置换并购具有这两种重组形式的优点，对公司的价值具有积极的意义。

（五）股权无偿划转

上市公司的股权无偿划转是指政府（上市公司的所有者）通过行政手段将目标公司的产权无偿划归并购公司的产权重组行为，是我国产权重组中的一种特殊并购形式。股权无偿划转一般由地方政府和行业主管部门牵头实施，无偿划转的股权性质是国有股，股权的持股者变动对目标公司的所有者（政府或控股公司）没有利益损失。股权无偿划转的目标公司一般是上市公司或其控股公司，因为上市公司不可能作为并购公司无缘无故地“无偿”得到其他资产。

我们相信，随着我国证券市场发展的日趋成熟，以及投资银行业务的不断创新，我国上市公司并购的方式将会不断发展变化。

四、上市公司并购绩效的实证研究文献综述

西方学者对公司并购绩效进行了大量的实证研究。这些实证研究基本是沿着两条主线展开的，即检验公司并购的证券市场反应和检验并购对公司经营业绩的影响。

研究公司并购的证券市场反应，实际上就是检验股票价格对上市公司各类并购公告事件的反应，或者说就是市场在得知公司并购信息前后的股价反应。Jensen 和 Ruback (1983) 经研究发现，并购中目标公司的股东能够获得 30% 的超额收益率；Asquith (1983) 研究发现并购利得大多为目标公司所获得，认为并购方对整个并购事宜策划失当，在计划公告时已被市场所发现；Dennis 和 Sihan (1988) 分析了 31 例大宗股权转让公告的市场反应，发现在公告前一日，股价涨幅达到 7.3%，公告前后股价上涨了 12.8%；Gregg Jarrell 和 Poulsen (1989) 对 1960 年到 1985 年之间 663 例成功的并购案进行分析，发现目标公司的平均超额收益率超过 20%，但收购方仅有 1.14%。此外，该类研究的代表作还包括 Stevens (1973)、Dodd (1977)、Belkoui (1978)、Sorensen (1984)、Krishna (1986) 等等。

关于并购对公司经营业绩的影响，西方学者也进行过大量的实证研究。Healy、Palepu 和 Ruback (1992) 研究了 1979-1984 年间美国 50 家最大的并购案，发现公司资产回报率明显提高，这种提高是源于公司管理效率的提高，而不是来自解雇工人而产生的人工成本的节省。Agrawal、Jaffe 和 Mandelker (1992) 则发现市场调整后的公司业绩反而下降。Langtieg (1978) 将同行业公司作为控制样本，发现公司并购后的业绩并没有显著地提高，而 Magenheimer 和 Mueller (1988) 的配对检验结果则表明公司并购后

的业绩有所下降。Bradley 和 Jarrel (1988) 采用不同的方法检验 Magenheimer 等的样本, 但却没有得到并购后公司业绩下滑的证据。这表明, 西方学者对公司并购业绩的实证研究并没有一个较为一致的研究方法和研究结论。

在我国, 自 1990 年证券市场成立以来, 资产重组以惊人的速度发展, 其中, 公司并购所占的比重最大。对上市公司资产重组进行研究的文献多见于证券报刊 (如《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》), 但这类研究大多是介绍性的, 并不系统, 实证研究文献相对少见。并且, 单独对上市公司的并购行为进行实证研究的文献更为少见, 至多仅是作为资产重组的一个部分所作的研究。鉴于此, 下面主要对我国资产重组 (并购) 绩效实证研究的有关文献作简要回顾。

我国上市公司资产重组 (并购) 公告市场反应的实证研究直到近几年才受到重视。杨朝军、蔡明超和刘波 (2000) 对 1998 年沪市发生控制权转移的 28 家上市公司的股价行为进行了实证研究, 试图以此来为中国证券市场控制权转移信息披露是否存在过度反应寻求证据。陈信元和张田余 (1999) 以 1997 年沪市有重组活动的全部上市公司为样本, 检验重组对公司市值的影响, 发现股权转让、资产剥离和资产置换类公司的股价在公告前呈上升趋势, 随后逐渐下降, 市场对并购类公司重组没有明显的反应。单喆懋 (2000) 收集了沪深两市 1990 年到 1999 年有并购公告的 400 多个样本公司, 对并购事件对股价是否产生显著影响、并购是否给收购方股东带来正的超额收益等假设进行实证检验, 发现只有 45% 的市场反应率, 并购为收购方股东带来正的超额收益。国信证券-海通证券联合课题组 (2000) 在“沪深股票市场公司重组绩效实

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库